

通胀仍然低迷，工业品价格迎来短期低点

2022 年 11 月通胀点评

核心内容：

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

- **通胀重回低水平，核心 CPI 仍然低迷** 11 月份 CPI 同比增速 1.6%，CPI 翘尾水平 1.7%，基数下降是本月通胀下降的重要原因。11 月通胀环比走低，食品价格和非食品价格同时回落，是商品价格季节性主导：(1) 食品方面，蔬菜价格 11 月份下行 8.3%，蔬菜平均价格继续回落，冬菜上市使得蔬菜价格继续走低；11 份猪肉价格下行，腊肉制作和年猪季节到来，猪肉供给增加带来价格小幅下行；其他食品方面，水产品价格下行，鸡蛋、水果价格回升；(2) 非食品价格方面，原油价格回升，交通工具用燃料价格上行，而旅游、家用器具价格上行。
- **通胀保持温和** 12 月份翘尾水平小幅回升至 1.8%，12 月份预计 CPI 环比上行。全年通胀预期平稳，通胀水平预计在 2.0% 左右：(1) 疫情控制状态下物价上行已经完成，但需求仍然受到压制，物价仍然保持低水平；(2) 猪肉的供给和需求相对平稳，猪肉价格快速价格已经到达平衡区域；(3) 蔬菜价格会在年末走高，但翘尾水平在 4 季度回落
- **2023 年通胀水平比 2022 年上行，上半年幅度高于下半年** (1) 2023 年基数水平高于 2022 年；(2) 封控的好转会到来需求水平的上行，部分行业在封控状态下供给的增加会弱于需求，从而带来价格快速走高，如旅游、住宿等行业；(3) 猪肉价格会在 2023 年上半年维持高位，猪肉价格整体水平高于 2022 年。2022 年 CPI 预计在 2.0% 左右，2023 年 2.2% 左右。
- **货币政策不受干扰** 美联储等外围市场收紧的条件下，央行的货币宽松也有所谨慎。美联储收紧停滞，央行货币政策的掣肘减弱，反而利于更宽松的货币政策出台。稳增长措施仍然在实施过程，稳增长效果处于观察期，在稳增长效果不明之前央行不会改变货币政策基调。
- **PPI 到达低点，中游行业价格回落** 11 月 PPI 同比-1.3%，环比上行 0.1%，1-11 月份 PPI 同比水平 4.6%。11 月份 PPI 环比小幅幅度减弱，中游产品价格回落：(1) 国际原油受到供给影响，价格小幅回落，但仍然没有传递至出厂价格；(2) 煤炭期货价格小幅波动，煤炭出厂价格小幅走高，铁矿石价格回落；(3) 中间品价格下降较为明显；(4) 下游价格小幅回升。

PPI 基数水平 2023 年回落，PPI 同比可能在 0.2% 左右：(1) 2022 年的基数水平较高，拉低了全年 PPI；(2) 2023 年受到需求回落的影响，能源价格随之回落会带动 PPI 下滑；(3) 下游开工稍有好转，黑色系产品价格有所回升；(4) 国内需求回升，带动终端产品价格小幅上行。

预计 12 月份 PPI 环比小幅下降，12 月份 PPI 水平在 -0.3% 左右。2022 年 PPI 全年预计在 4.3% 左右，受到基数影响，2023 年 PPI 预计在 0.2% 左右。

一、通胀重回低水平，核心 CPI 仍然低迷

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比下滑，核心 CPI 平稳，11 月份 CPI 同比回落。11 月份 CPI 同比增速 1.6%，比 10 月份下行 0.5 个百分点。11 月份 CPI 环比小幅走低；其中食品价格环比下行 0.8%，非食品价格上行 0.1%。核心 CPI 同比增速 0.6%，环比下行 0.2%。

图 1：CPI 同比持平 (%)

图 2：基数影响加大 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

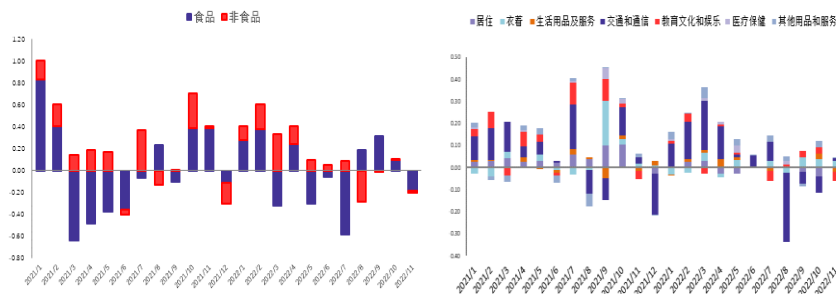
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 1.7%，比上个月回落 0.3 个百分点，基数下降是本月通胀下降的重要原因。11 月通胀环比走低，食品价格和非食品价格同时回落，是商品价格季节性主导：(1) 食品方面，蔬菜价格 11 月份下行 8.3%，蔬菜平均价格继续回落，冬菜上市使得蔬菜价格继续走低；11 份猪肉价格下行 0.7%，腊肉制作和年猪季节到来，猪肉供给增加带来价格小幅下行；其他食品方面，水产品价格下行，鸡蛋、水果价格回升；(2) 非食品价格方面，原油价格回升，交通工具用燃料价格上行 2.0%，而旅游、家用器具价格上行。

从食品价格来看，猪肉供给放量，带动猪肉价格回落，猪肉消费旺季到来，预计春节前上涨。蔬菜价格回落，天气因素好转，冬菜陆续上市压低蔬菜价格。

从非食品价格来看，车用燃料价格上行，其他商品和服务类价格均出现小幅回落。服装价格季节性走高，持续性不强。旅游价格季节性下跌，家用器具价格下行属于短期行为。

图 3：食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

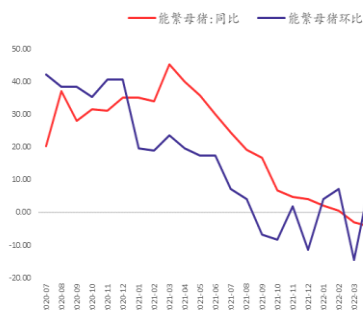
二、猪肉蔬菜回落，未来两个月季节性走高

2018-2022 年猪周期已经结束，生猪价格底部回升，新一轮猪周期已经到来。能繁母猪存栏同比稍有回升。生猪产能开始小幅上行，生猪出栏预计很快上行。

11 月份猪肉供给增加，需求仍然较弱，价格小幅下行。11 月份消费继续低位，价格水平回落，随着需求修复，猪肉价格未来回升。预计本轮猪周期的价格高度可能在 2018-2022 年度的 50% 左右，现阶段价格可能处于平衡区域。

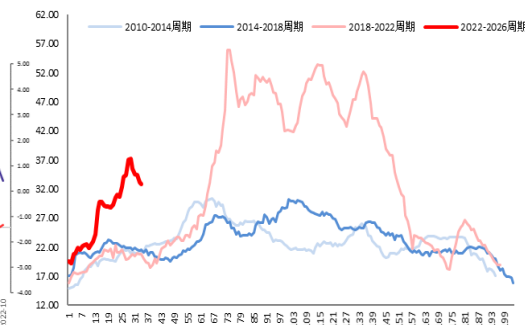
猪肉消费旺季即将到来，猪肉价格可能在高位平稳。随着生猪出栏量上行，猪肉价格春节后可能回落。

图 4：母猪存栏增速（%）



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

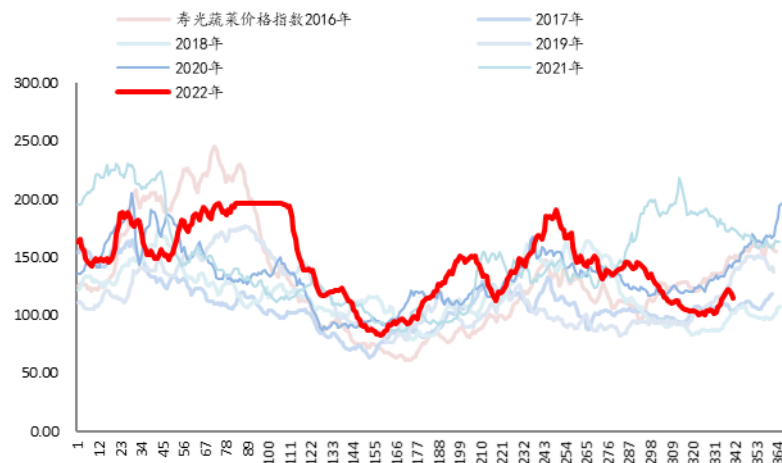
图 5：猪周期生猪价格对比（元/公斤）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

蔬菜价格受天气影响较大，物流对蔬菜价格的影响减弱。蔬菜价格在 11 月份受到季节性影响，蔬菜价格回落，11 月份蔬菜价格回归历史价格区间。11 月份蔬菜价格走低，随着天气转凉，冬菜上市结束，蔬菜价格会迎来春节上行。

图 6：蔬菜价格指数（%）



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

三、通胀保持温和

11 月份 CPI 环比小幅回落，食品价格带动了 CPI 走低。11 月份蔬菜、猪肉、水产品价格下行，其他农产品价格上行。11 月份蔬菜价格下行有冬菜上市的影响，10 月份猪肉价格涨幅仍然较大，猪肉价格未来可能高位震荡。11 月份原油价格震荡，车用燃料价格小幅上行。11 月份核心 CPI 环比小幅回落，终端需求仍然较为疲软。

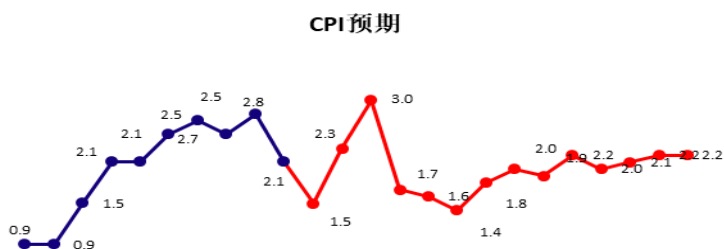
12 月份翘尾水平小幅回升至 1.7%。食品价格方面，12 月份猪肉受到需求上行的影响价格可能回升，同时 12 月份蔬菜价格季节性上行。非食品价格方面，燃料价格预计下行，旅游价格上行，其他价格平稳。12 月份预计 CPI 环比上行。

全年通胀预期平稳，通胀水平预计在 2.0% 左右：（1）疫情控制状态下物价上行已经完成，但需求仍然受到压制，物价仍然保持低水平；（2）猪肉的供给和需求相对平稳，猪肉价格快速价格已经到达平衡区域；（3）蔬菜价格会在年末走高，但翘尾水平在 4 季度回落。

2023 年通胀水平比 2022 年上行，上半年幅度高于下半年：（1）2023 年基数水平高于 2022 年；（2）封控的好转会到来需求水平的上行，而部分行业在封控状态下低水平运行，供给的增加会弱于需求，从而带来价格快速走高，如旅游、住宿等行业；（3）猪肉价格会在 2023 年上半年维持高位，猪肉价格整体水平高于 2022 年。2022 年 CPI 预计在 2.0% 左右，2023 年 2.2% 左右。

央行的货币选择不会随着通胀起舞，我国通胀全球来看属于低水平，从自身来看，需求不畅导致核心通胀较低，央行并不担心通胀。现阶段央行面临的问题是宽信用渠道受阻，央行的货币宽松效果不及预期。美联储等外围市场收紧的条件下，央行的货币宽松也有所谨慎。美联储收紧停滞，央行货币政策的掣肘减弱，反而利于更宽松的货币政策出台。稳增长措施仍然在实施过程，稳增长效果处于观察期，在稳增长效果不明之前央行不会改变货币政策基调。

图 7：2022-2023 年 CPI 预测 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50125

